

国有企业资产剥离及其绩效研究

雷建波

(中南民族大学管理学院, 武汉 430074)

【摘要】为研究国有企业剥离及其绩效,本文选取2006~2010年间发生剥离同时其前一年及后两年都未曾再发生剥离的35家国有上市公司为样本,进行实证研究。笔者采用因子分析法对样本公司剥离前后4年的绩效分别进行评估,研究其变化趋势。研究结果表明:国有企业在剥离当年绩效得到显著改善,但在剥离后第一年绩效下降明显,随后,绩效又有所提升。这说明国有企业剥离的短期效果还是不错的,但长期效果一般。

【关键词】国有企业; 剥离; 因子分析; 绩效

一、引言

资产重组可以分为扩张性资产重组和收缩性资产重组。扩张性资产重组的主要方式有并购,而与此相反的收缩性资产重组的主要方式是剥离。过去,我国的国有企业一直受着“大企业,大集团”思想的影响,尝试向多元化发展,并购了很多毫无关联的企业。随着企业的不断扩张,许多国有企业发现企业并购的目标不但没有实现,反而出现了规模不经济,国有企业集团公司出现了“散、乱、差”局面。因此,国有企业扩张到一定时候为了提高其核心竞争力就不得不选择剥离战略。

我国国有企业在国民经济中有着举足轻重的地位,为了使国有企业集团剥离战略的成功率大大提高,必须了解在国有企业集团剥离过程中其背后的特点。对国有企业集团剥离战略进行研究,有利于提高国有企业集团的核心竞争力,加快产业结构调整,深化国有企业改革。

西方国家对剥离的研究,主要分为两个阶段:1985年以前,主要研究公司剥离后对股票的影响,能否增加股东权益,而研究结果表明剥离能增加股东权益;而1985年以后,主要重心放在验证两个假说上,一是剥离动因假说,二是剥离公告对企业产生影响的假说。Haynes等(2002)为研究剥离对企业绩效的影响情况,选取132家英国公司为样本,以总资产收益率为指标来衡量企业的绩效,得出剥离对企业绩效变化的影响虽然很小但很显著。Benou等(2008)以2040起高科技上市公司的剥离事件为样本,研究其剥离绩效,得出市场对高科技公司的剥离事件有正向反应。

我国对企业剥离的研究比西方国家的晚。李善民、王彩萍等(2004)对资产重组的长期绩效进行了研究,得出收缩类重组的公司绩效在重组两年后得到显著改善;阎

晓春(2014)对我国上市公司资产剥离的绩效进行实证研究认为上市公司资产剥离后总体经营绩效呈现出在剥离当年有较大幅度改善,而在以后的会计年度没能延续增长的趋势。

综上所述,西方国家从公司治理、剥离长短期绩效、产品市场等各个方面对剥离进行了研究。我国学者对剥离的研究大多是针对我国的上市公司,而对于在我国在国民经济中占主要地位的国有企业的剥离研究却少之又少。因此,本文以我国国有企业为研究对象,以综合财务指标法研究剥离对我国国有企业长期绩效的影响。

二、国有企业剥离的动因

1. 外因分析。国务院国资委多次提出,要优化国有企业的布局 and 结构,使国有企业具有自主知识产权并成为知名品牌,形成较大的国际竞争力。剥离是一种优化资源配置效率,盘活资产存量,使产业结构得到合理调整的措施,是推进国有经济布局结构调整的重要举措。

国资委、财政部等部门在2003年发布了《关于进一步明确国有大中型企业主辅分离改制有关问题的通知》,之后又于2005年发布《关于加快推进国有大中型企业主辅分离改制工作的通知》,这是国有企业剥离的一个直接外因。

2. 内因分析。国有企业剥离从市场方面即内因考虑的动因有:

(1)“归核化”战略。“归核模式”,要求企业集中资源,培育其核心竞争力,大力发展核心主业,把主业做大做强,走集约化道路。这样通过剥离可以把更多的资源投入到主业中去,不仅可以提高主业的规模,而且还可以通过主业的规模效益降低主业的平均成本。用微观经济学的理论解释“归核化”战略对主业的影响如图1所示。

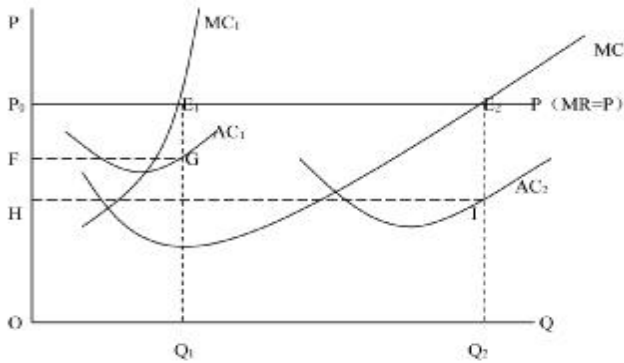


图 1 剥离前后对主产品质量和成本的影响

MC₁: 剥离前
边际成本
MC₂: 剥离后
边际成本
AC₁: 剥离前
平均成本
AC₂: 剥离后
平均成本
MR: 边际收
益
P: 价格
Q: 产量

(二)剥离绩效的指标选择

用什么指标来衡量国有企业剥离绩效尚没有统一的标准,有用经济增加值来衡量的,也有用主产品、市场和财务指标来衡量的。因为剥离会影响整个企业的方方面面。既然,剥离影响企业的各个方面,所以应多方面选取财务指标,通过评价目标企业的短期偿债能力、长期偿债能力、营运能力、盈利能力等方面的指标,可以体现资产质量的好坏、企业经营的好坏,评价剥离的效果。

在剥离前企业的生产规模以 AC₁ 和 MC₁ 曲线表示,厂商在此规模下进行生产,根据 MR=MC₁ 利润最大化的均衡条件,厂商选择的最优产量为 Q₁, 所获得的利润为图中 FP₀E₁G 所围成的面积。

剥离后,情况就不同了,企业把剥离收到的资源投入到主业中,扩大了主业的规模,同时降低了主业的平均成本,根据 MR=MC₂ 的利润最大化均衡条件,企业达到均衡点 E₂, 企业会选择 Q₂ 点进行生产,相应的最优产量为 Q₂, 所获得的利润为图中 HP₀E₂I 所围成的面积。

从剥离前后企业形成利润所围成的面积可以看出,剥离可以大大增加企业业主和主产品创造的利润,从而使企业业主和主产品更具竞争力。

(2)剥离消除负的协同效应。该假说认为剥离具有消除负的协同效应(1+1<2)的效果,创造出价值。与核心业务无关的资产,从失败的并购中来的资产或者逐渐失去收益的业务以及使公司其他资源价值降低的业务,都会产生负的协同效应。而出售不相关的资产,不仅可以消除不相关资产的约束。

而且可以使公司的经营资源更加集中,从而使公司的核心竞争力、企业经营管理效率大大提高,进而提高企业的整体收益,最终建立企业持续成长的优势,实现“5-1>4”的奇妙效果。

三、剥离绩效的评价

(一)数据来源及样本选择

原始数据来源于 RESSET 金融研究数据库,本文以我国 A 股上市国有企业为研究对象,样本选择标准如下:①国有上市公司在 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年间公告过资产出售交易事件,并且成功交易;②公司自发生资产剥离当年起两年内没有再发生过资产剥离,用以排除再剥离“噪音”的影响;③剔除关联交易,ST、*ST 类国有上市公司,此类上市公司进行资产剥离往往有极强的财务操纵动机,容易发生异动;④剥离的金额在 1 千万元人民币以上;⑤剔除财务数据不全和财务数据异常的样本公司。

最后,获得 35 个国有企业的剥离事件样本。

表 1 企业剥离指标评价体系

指标种类	指标名称	指标计算公式	指标经济含义
短期偿债能力	流动比率	流动比率=流动资产/流动负债	表明 1 元流动负债有多少流动资产作为偿债保障。该指标越大,偿债能力越强。
	现金流量比率	现金流量比率=经营活动现金流量净额/流动负债	表明 1 元流动负债有多少现金资产作为偿债保障。该指标越大,偿债能力越强。
长期偿债能力	资产负债率	资产负债率=(总负债/总资产)×100%	反映总资产中有多大比例是通过负债取得的。该指标越大,企业的债务负担越重。
营运能力	存货周转率	存货周转率=产品销售成本/存货平均余额	反映存货规模是否合适,周转速度如何的指标。
	总资产周转率	总资产周转率=销售收入/总资产	表示 1 元总资产支持的销售收入。总资产周转率越大,资产周转速度越快。
盈利能力	权益净利率	权益净利率=(净利润/股东权益)×100%	反映 1 元股东权益赚取的净利润。
	总资产报酬率	总资产报酬率=(利润总额+利息支出)/平均总资产	该指标越大,说明企业的资产运用效率越好,即企业的盈利能力越强。

(三)研究方法

本文通过观察并购前一年、并购当年、并购后第一年和并购后第二年中,共 4 年的财务指标(财务指标的选取如表 1)在时间序列上的绩效指标的变化情况来评估近年来国有企业剥离的效果。也就是说,通过观察第 n-1 年的绩效、第 n 年的绩效、第 n+1 年的绩效和第 n+2 年的绩效有无明显变化,来判断剥离对国有企业的业绩是否产生实质性的影响。

本文假设国有企业剥离前后的影响业绩的因素有两个,即:国有企业剥离产生的效益;宏观经济因素和行业因素的改善导致国有企业业绩的变化。也就是说,要将表 1 的那些财务指标作为评价指标,必须克服宏观经济和行

业的变化带来的影响。为排除宏观经济和行业的变化导致国有企业的业绩变化,本文没有直接以表1的财务指标作为国有企业剥离绩效的评价指标,而是以表1的指标与其所在行业的对于指标的比值作为评价指标,称为指标相对值。例如:

$$\text{流动比率相对值} = \frac{\text{第}n\text{年国有企业流动比率}}{\text{第}n\text{年该国有企业在所在行业的流动比率}}$$

相对值表示企业自身经营的财务指标与行业整体财务指标发展的相对水平,如果该比率一直保持一个稳定的值,则说明企业的剥离没有给企业带来超常规的发展,而是按照整个行业的趋势发展。反之,若产生了超常规的波动,就可以认为企业因为剥离行为而变得更好或更坏。

虽然可以对表1的各项财务指标进行逐项分析,但是这只能得到几种分散的剥离绩效,而且代表性差,同时并不能得到剥离企业的整体绩效。因此,将采用构造综合评价指标的方法进行国有企业剥离效应的评价,建立评价国有企业剥离绩效的综合模型,对样本的综合绩效进行分析。而因子分析正是处理有多个变量的一种统计方法,它在保证信息丢失最少的前提下,将多个原有变量综合为几个较少的综合指标,将其称为因子。总之,因子分析是研究如何以最少的信息丢失将众多原有变量浓缩成少数几个因子,使其具有一定命名解释性的多元统计分析方法。

四、剥离绩效实证结果及分析

1. KMO 和 巴特利特球体检验。利用 SPSS 软件对 35 个样本的 7 项指标进行因子分析,见表 2。可以看出,剥离的巴特利特球度检验的观测值为 445.463,其对应的概率 P 值为 0.000,小于给定的显著性水平。同时 KMO 值为 0.57,接近 0.6,可以认为较适合做因子分析。

表 2 巴特利特球度检验和 KMO 检验

Kaiser- Meyer- Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0.570
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi- Square	445.463
	df	21
	Sig.	0.000

2. 公共因子数的确定。本文利用主成分分析法对剥离前后 4 年估计因子和最大方差进行因子旋转,选取特征值大于 1 的,得到 3 个公共因子,如表 3 所示。累积方差贡献率为 78.617%,我们可以认为原信息的大部分没有流失,可以反映原有样本的真实情况。

表 3 因子解释原有变量总方差的情况

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.358	33.692	33.692	2.358	33.692	33.692	1.905	27.217	27.217
2	2.126	30.373	64.065	2.126	30.373	64.065	1.877	26.811	54.029
3	1.019	14.552	78.617	1.019	14.552	78.617	1.721	24.588	78.617
4	0.761	10.867	89.484						
5	0.407	5.811	95.295						
6	0.222	3.173	98.468						
7	0.107	1.532	100.000						

3. 因子的命名。通过方差极大法对因子载荷矩阵进行正交旋转得到如表 4 所示的旋转后的因子载荷矩阵,可以解释各因子的含义,从而对公因子进行命名。因子 1 在净资产收益率和总资产收益率上的载荷较大,分别为 0.968 和 0.944。根据指标的特性来看,这两项指标反映企业的盈利能力,故命名为盈利因子。对于因子 2,在流动比率和现金流量比率上的载荷比较大,分别为 0.852 和 0.59,这两项指标可以反映企业的偿债能力,故命名为偿债因子;最后的因子 3 在存货周转率、总资产周转率和资产负债率上的载荷比较大,分别变为 0.881、0.842 和 0.241,这三项指标可以反映企业的营运能力,故命名为营运因子。

表 4 旋转后的因子载荷矩阵

	Component		
	1	2	3
净资产收益率	0.968	0.020	0.046
总资产收益率	0.944	0.192	0.094
资产负债率	- 0.035	- 0.858	0.241
流动比率	0.014	0.852	- 0.326
现金流量比率	0.248	0.590	0.246
存货周转率	0.025	- 0.104	0.881
总资产周转率	0.114	- 0.134	0.842

4. 构建综合得分模型。采用回归法估计得分系数,对财务指标进行因子分析并提取公因子,得到因子得分,输出因子得分系数,见表 5。

表 5 因子得分系数矩阵

	Component		
	1	2	3
净资产收益率	0.550	- 0.128	- 0.108
总资产收益率	0.503	- 0.007	- 0.035
流动比率	- 0.076	0.459	- 0.037
现金流量比率	0.015	0.383	0.257
存货周转率	- 0.100	0.123	0.567
总资产周转率	- 0.038	0.082	0.521
资产负债率	0.078	- 0.478	- 0.019

根据图表可以写出以下因子得分函数:

$$F1=0.55Y1- 0.076Y2 + 0.015Y3- 0.1Y4- 0.038Y5- 0.078Y6- 0.503Y7$$

$$F2=- 0.128Y1+0.459Y2+0.384Y3+0.123Y4+0.082Y5 - 0.478Y6- 0.007Y7$$

$$F3=- 0.108Y1- 0.037Y2+0.257Y3+0.567Y4+0.521Y5 - 0.019Y6- 0.035Y7$$

其中, $Y1$ 表示净资产收益率; $Y2$ 表示流动比率; $Y3$ 表示现金流量比率; $Y4$ 表示存货周转率; $Y5$ 表示总资产周转率; $Y6$ 资产负债率; $Y7$ 表示总资产收益率。

得到因子得分函数之后,接着进行综合评价。即以各因子的方差贡献率作为权重,根据综合得分模型计算出综合绩效得分:

$$Fi=(W1A1+W2A2+\dots+WjAj)/B$$

其中, Wi 表示第 i 个因子的方差贡献率, Aj 表示第 i 个企业第 j 个因子的因子得分,而对于 $B=W1+W2+W3+\dots+Wi$,表示累积方差贡献率。

根据表 3 从因子解释原有变量总方差的情况,可以得出剥离的综合得分:

$$F=(0.336\ 92\times F1+0.303\ 73\times F2+0.145\ 52\times F3)/78.617$$

5. 总体绩效分析。根据 SPSS 软件计算出来的每年因子得分代入综合得分函数,即可得到每年每个企业的综合得分,求和得到每年的综合得分,计算结果如图 2。

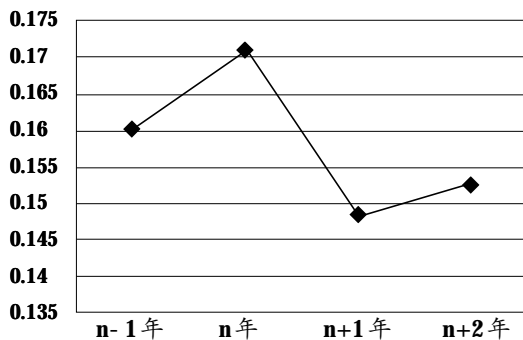


图 2 剥离绩效趋势

五、结论和建议

1. 结论。从图 2 可以看出,剥离当年的绩效上升迅速,但经过剥离后第一年绩效下降后,剥离后第二年的绩效开始回升,短期绩效较好,长期绩效一般。

剥离当年的绩效好转可能是因为企业剥离了负绩效资产,也可能是因为企业剥离的资产的市场价值高于账面价值,从而企业的当年的绩效好转。不过剥离的资产也可能是其辅业资产,因为国资委、财政部等部门发表了《关于进一步明确国有大中型企业主辅分离副业改制有关问题的通知》,之后又发表了《关于加快推进国有大中型企业主辅分离辅业改制工作的通知》。

剥离绩效在剥离后第一年有大幅度的下降,是因为剥离破坏了国有企业原有的规模经济或者剥离企业还处

于剥离后的调整阶段,没有适应剥离后的环境。

剥离后的第二年剥离的国有企业的绩效开始提高,是因为经过一年对剥离的调整适应,同时对主业的加大投入使企业主产品的竞争力提高。

2. 建议。其一,国家应制定法规政策指导国有企业的剥离重组。国有企业的剥离重组与国家的宏观经济政策密不可分,为了提高国有企业剥离的成效使其剥离更加成功,应该完善相关法律法规和制度。现在,很多国有企业剥离频繁,但很混乱。要是相关法律、法规不完善,没有权威性和实践性,就难以应付复杂的剥离行为,会给不法之徒提供可乘之机。同时,要完善信息披露制度。

其二,企业应该重视剥离行为,科学合理地制定剥离计划。并不是所有的企业都适合剥离,要认清自己的情况,不能盲目。剥离是一种以退为进的战略,随着剥离后管理水平的提高,核心能力的增强,企业就可以在更加牢固的基础上发展。不过这是在认清自己的情况下,如果企业都不知道哪些是对企业发展至关重要的资产,哪些是产生负的效益或阻碍企业发展的资产,或哪些是主业资产哪些是辅业资产,就学别人盲目剥离,不仅不能达到剥离的目的反而会背离目标。

最后,企业应该做好剥离后的整合工作。与并购后整合一样,剥离后的整合工作是剥离成功的关键因素。剥离后,企业的组织机构,日常的一些业务,人员岗位等都会有或大或小的变动,这将影响到各个利益相关者。如果处理不好,反而会给企业带来不利的影响。因此,只有处理好剥离后的整合工作,处理好各利益相关者的关系,才能使剥离发挥其真正的作用。

主要参考文献

Benou G., Madura J., Ngo T.. Wealth Creation from High-tech Divestitures[J].The Quarterly Review of Economics and Finance, 2008(1).

陈收,雷辉.基于长期超常收益率第不同资产重组方式绩效实证研究[J].财经理论与实践, 2006(9).

嵇莉莉,阎晓春.我国上市公司资产剥离绩效的实证研究[J].金融与经济, 2013(5).

王婉秋,张永安.我国上市公司技术并购的实证研究[J].科学学研究, 2009(11).

张星.基于BHAR法的上市公司资产剥离后长期绩效的实证研究[D].南京航空航天大学硕士论文, 2012.

【基金项目】国家社科基金一般项目(项目编号: 12BGL042);国家社会科学基金一般项目(项目编号: 12BMZ073);中国博士后科学基金项目(项目编号: 2012M521511);中国博士后科学基金特别资助(项目编号: 2013T60766);中南财经政法大学第六批博士后基金及湖北省民宗委民族文化研究课题资助项目(项目编号: HBMW2012007)